

隧道股份(600820)/基础建设

业绩稳健符合预期, 轨交与PPP驱动订单快速增长

评级: 买入(维持)

市场价格: 10.91

目标价格: 13

分析师: 夏天

执业证书编号: S0740517010001

电话: 021-20315190

Email: xiatian@r.qlzq.com.cn

分析师: 杨涛

执业证书编号: S0740516080005

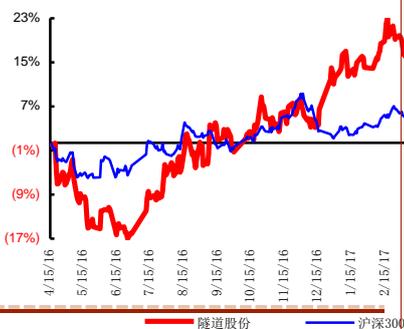
Email: yangtao@r.qlzq.com.cn

联系人: 程龙戈

Email: chenglg@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3,144
流通股本(百万股)	3,144
市价(元)	10.91
市值(百万元)	34,302
流通市值(百万元)	34,302

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 隧道股份: 轨交市政与PPP推动订单快速增长

公司盈利预测及估值

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	26,803.2	28,828.5	31,261.5	34,842.7	38,280.3
增长率 yoy%	5.4%	7.6%	8.4%	11.5%	9.9%
净利润	1,480.6	1,653.0	2,033.2	2,322.1	2,603.0
增长率 yoy%	6.2%	11.6%	23.0%	14.2%	12.1%
每股收益(元)	0.47	0.53	0.65	0.74	0.83
每股现金流量	0.47	1.26	-2.38	2.50	-0.92
净资产收益率	8.9%	9.3%	10.5%	11.2%	11.6%
P/E	23.2	20.8	16.9	14.8	13.2
PEG	1.4	1.3	1.3	0.9	0.8
P/B	2.1	1.9	1.8	1.7	1.5

备注:

投资要点

- 业绩稳健增长, 符合预期。**公司2016年营业收入288.28亿元, 同比增长7.56%; 归母净利润16.53亿元, 同比增长11.64%。业绩稳健增长, 符合预期。分季度来看Q1-Q4单季收入分别增长5.02%/15.33%/7.86%/4.55%, 归母净利润分别增长8.52%/11.04%/17.43%/10.57%。分区域看国内收入262.41亿元, 同比增长15.84%; 海外收入14.55亿元, 同比增长11.75%。上海市内收入154.7亿元, 占比54%, 同比增长1.4%; 上海市外及海外收入占比46%, 同比增长13%。2016年利润分配预案为拟向全体股东每10股派发现金红利1.6元(含税)。
- 财务费用率下降明显, 项目公司股权转让投资收益大幅减少, 现金流情况优异。**2016年公司毛利率11.85%, 同比下降0.97个pct, 主要由于“营改增”所致。相应的营业税金及附加占收入比下降2.22个pct, 税负下降幅度大于毛利率下滑幅度, 表明盈利能力有所提升。三项费用率9.12%, 较去年下降1.96个pct, 其中销售/管理/财务费用率分别变动+0.01/-0.37/-1.60个pct, 财务费用率降低主要由于利率下降导致利息支出减少约3.7亿所致。资产减值损失较上年同期增加0.63亿元, 主要是由于计提坏账损失较上年同期增加所致。投资收益13.51亿元, 较上年同期大幅减少6.94亿元, 主要因2015年出售南京地铁机场线BT项目20%股权与昆明南连接线高速公路BOT项目45%股权, 合计获得投资收益7.58亿, 而2016年出售南京地铁机场线BT项目20%股权获收益1.66亿。净利率上升0.21个pct, 为5.73%。公司经营性现金流净额39.58亿元, 上年同期为14.88亿元, 同比增长166%。收现比/付现比分别为101.30%/90.61%, 较上年变化+1.68/-5.32个pct, 付现比下降是现金流大幅增加的主要原因。
- 轨交市政与PPP推动订单快速增长。**公司公告2016年新签施工设计订单总额487.3亿元, 同比增长33.98%, 其中PPP等投资类项目带动的施工部分总金额约108亿元。施工/设计订单分别为466.7/20.6亿元, 分别同比增长35.52%/6.65%。施工订单按照业务类型分, 轨交/市政/能源/道路/房建/其他分别签订129.7/81.5/32.7/117.6/80.0/25.2亿元, 同比增长57.2%/136.6%/-4.6%/-5.4%/56.3%/42.5%。轨交、市政、房产工程是推动订单快速增长的主要领域。按地域区分, 上海市内与市外业务均衡发展, 增速均约为21%, 占比均在45%左右; 海外业务表现亮眼, 新签订单54.8亿元, 同比大幅增长1193%。从空间类型上看, 地下/地上业务分别占比39%与61%, 增速分别为30.6%/38.8%。
- 投资类项目经验丰富, 全产业链协同强势发力PPP。**由于2015年较多投资类项目需按照PPP项目规范重新招标, 全年仅签约一个4.8亿投资类项目。2016年全年中标3个PPP项目合计131亿元, 目前均已进入施工阶段。此外联合绿地集团中标南京地铁5号线工程PPP项目, 项目投标报价为196亿元(目前联合体正就各方占比及职责分工进行协商, 暂不计入2016年), 未来模式有望成功复制, 继续强势发力轨交PPP领域。公司具备创新基因, 探索基建领域投融资新模式, 成功践行公司可转债、资产证

券化、产业基金等金融手段，运作过多个大型 BOT/BT 项目，基础设施项目投资总量达 650 亿元，全产业链参与 PPP 项目优势明显。

- **上海国改迎风口，股份划转上海国资流动平台，公司国改预期强烈。**公司去年 10 月 29 日公告控股股东将其持有的公司 13% 股份无偿划转给上海国资流动平台国盛集团已完成。此次股权划转，标志着公司国企改革进一步提速。参考此前上海建工案例，公司后续有望在股权激励、引入战略投资者等方面破题，在充足订单基础上加速业绩释放。
- **投资建议：**我们预测公司 2017-2019 年归母净利润分别为 20.3/23.2/26.0 亿元，对应 EPS 分别为 0.65/0.74/0.83 元，当前股价对应 PE 分别为 17/15/13 倍，考虑到公司未来 PPP 业务的巨大潜力及国企改革进程提速，给予公司目标价 13.0 元（对应 2017 年 PE20 倍），“买入”评级。
- **风险提示：**国企改革进度不达预期风险、PPP 项目落地不达预期风险。

图表 1：公司财务分析表格

单位：百万元	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入	21,988.97	23,501.14	25,421.81	26,803.17	28,828.47
YoY (%)	11.67	6.88	8.17	5.43	7.56
营业成本	19,154.33	20,560.20	22,227.48	23,367.60	25,411.99
毛利率	12.89%	12.51%	12.57%	12.82%	11.85%
销售费用	27.89	29.48	21.88	16.50	19.99
销售费用率	0.13%	0.13%	0.09%	0.06%	0.07%
管理费用	1,333.97	1,233.52	1,450.67	1,981.29	2,024.86
管理费用率	6.07%	5.25%	5.71%	7.39%	7.02%
财务费用	865.41	843.52	973.44	971.38	584.33
财务费用率	3.94%	3.59%	3.83%	3.62%	2.03%
三项费用率	10.13%	8.96%	9.62%	11.08%	9.12%
资产减值损失	23.57	158.02	125.63	30.69	94.64
投资收益	1,303.66	1,370.83	1,709.12	2,045.25	1,351.44
营业外收入	343.74	329.37	249.41	145.83	237.25
营业外支出	8.17	35.24	3.96	16.99	68.85
税前利润	1,611.74	1,659.26	1,856.52	1,951.52	2,146.29
所得税	427.40	347.07	441.29	447.22	469.74
所得税率	26.52%	20.92%	23.77%	22.92%	21.89%
少数股东权益占比	2.81%	1.74%	1.52%	1.57%	1.41%
归母净利润	1,151.04	1,289.31	1,393.67	1,480.64	1,652.99
YoY (%)	2.02	12.01	8.09	6.24	11.64
净利率	5.23%	5.49%	5.48%	5.52%	5.73%
摊薄 EPS (元)	0.37	0.41	0.44	0.47	0.53
经营性现金流净额	1,978.36	696.70	3,607.14	1,487.76	3,957.99
收现比	88.76%	88.23%	106.09%	99.62%	101.30%
付现比	85.48%	89.26%	98.66%	95.92%	90.61%

来源：Wind，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。